

Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Bond Rating*

Shinta Heru Satoto
Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta

An Analysis of Factors that Influence Bond Rating

ABSTRACT *Purposes of this study were to provide an empirical evidence on the ratios that influence firms bond rating. The ratio consists of liquidity ratio, profitability ratio, leverage ratio, coverage ratio, and cashflow to debt ratio. The samples consist of 38 firms that list on Indonesian Capital Market on January until December 2008. The empirical result showed that debt ratio (as the proxied of leverage ratio), cashflow to debt ratio, and operating profit margin (as the proxied of profitability ratio) significantly influenced bond ratings. Hence time interest earned ratio (as the proxied of coverage ratio), current ratio (as the proxied of liquidity ratio) dan return on assets (as the proxied of profitability ratio) didn't influence firms bond ratings. This results showed that financial report information, especially the ratio of leverage, cashflow to debt, and profitability have some contribution on firms bond ratings in Indonesia.*
Keywords: Bond rating, liquidity ratio, profitability ratio, coverage ratio, cashflow to debt ratio, leverage ratio

Obligasi merupakan salah satu sumber pendanaan (*financing*) bagi perusahaan, yang dapat diperoleh dari pasar modal. Secara sederhana, obligasi merupakan suatu surat berharga yang dikeluarkan oleh penerbit (*issuer*) kepada investor (*bondholder*), dan penerbit akan memberikan suatu imbal hasil (*return*) berupa kupon yang dibayarkan secara berkala dan nilai pokok (*principal*) ketika obligasi tersebut mengalami jatuh tempo (Manurung, Silitonga, & Tobing, 2008). Investasi pada obligasi relatif lebih aman dibanding dengan investasi saham, karena pemegang obligasi memiliki hak pertama atas aset perusahaan jika perusahaan tersebut mengalami likuidasi. Hal tersebut terjadi karena perusahaan telah memiliki kontrak perjanjian untuk melunasi obligasi yang telah dibeli oleh pemegang obligasi.

Meskipun obligasi merupakan investasi yang aman, investor memerlukan informasi yang cukup tentang obligasi agar bisa menganalisis dan memperkirakan risiko yang ada dalam investasi pada obligasi. Salah satu informasi yang diperlukan investor adalah peringkat obligasi (*bond rating*) dari perusahaan penerbit obligasi. Peringkat obligasi sangat penting bagi investor karena mampu memberikan pernyataan informatif dan memberikan sinyal tentang kemungkinan kegagalan hutang suatu perusahaan (Altman, 1989). Selain itu, investor dapat menghemat biaya dan waktu dengan mengetahui peringkat obligasi suatu perusahaan karena dapat melakukan analisis sendiri dan mendapat informasi secara langsung. *Bond rating* juga bermanfaat untuk menganalisis dan memeringkat kekuatan finansial dari penerbit sekuritas, termasuk asuransi, dan dapat digunakan

untuk menilai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kontrak obligasi dengan konsumen, kreditur, atau pihak yang lain (Adams, Burton, & Hardwick)

Kliger & Sarig (2000) menyatakan bahwa *bond rating* mengandung informasi yang relevan tentang harga yang tidak dapat diperoleh investor dari sumber yang lain. *Bond rating* dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara keseluruhan baik bagi *shareholders* maupun bagi *bondholders*. Hal ini dijelaskan dengan alasan bahwa 1) harga obligasi menyesuaikan dengan informasi baru yang disediakan oleh lembaga peringkat Moody (*Moody's rating*); dan 2) harga saham dari penerbit obligasi juga bereaksi dengan informasi baru dari *Moody's rating*

Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat efek, yaitu PT PEFINDO dan PT Kasnic (Raharjo, 2003). PT PEFINDO hanya memperingkat efek hutang dan perusahaan, sedangkan PT Kasnic memberikan jasa pelayanan pemeringkatan *bond*, *commercial paper*, *collateralized bonds*, dan *general obligation*. PT PEFINDO bekerja sama dengan perusahaan rating di luar negeri yaitu Standard and Poor. Perusahaan ini mempunyai kewajiban harus mempunyai *technical assistant* dari perusahaan rating di luar negeri.

Fungsi utama lembaga pemeringkat adalah memberikan *rating* yang obyektif, independen dan kredibel terhadap risiko kredit dari sekuritas pinjaman (*debt*) yang diterbitkan secara umum melalui kegiatan *rating*. Lembaga pemeringkat juga menghasilkan dan mempublikasikan informasi kredit berkaitan dengan pasar modal pinjaman. Publikasi ini meliputi opini kredit terhadap emiten obligasi dan sektor-sektor yang berkaitan. Proses penilaian *rating* ini dilakukan dengan mempertimbangkan segala sesuatu yang berhubungan dengan keuangan dan informasi non keuangan, antara lain operasional perusahaan, manajemen perusahaan, laporan keuangan perusahaan, dan perencanaan perusahaan. Sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Kaplan & Urwitz (1979); Cantor & Packer (1995); Blume, Lim, & MacKinlay (1998); Gray, Mirkovic, & Ragnathan (2005); dan Maung & Mehrota (2010) yang tidak hanya menggunakan ukuran kuantitatif (seperti laporan keuangan tahunan) untuk penentuan *bond rating* tetapi juga menggunakan ukuran kualitatif seperti strategi perusahaan, posisi industri, dan kerjasama tim manajemen perusahaan. Meskipun demikian, sebagian besar faktor-faktor kualitatif sudah terrefleksi pada data kuantitatif seperti variabel keuangan dan non-keuangan, dan secara tidak langsung dapat dinilai dari analisis data kuantitatif (Kim, 2005).

Penelitian berkaitan dengan *bond rating* dinilai dari laporan keuangan perusahaan telah dilakukan oleh Roje (2002) dan Manurung, Silitonga & Tobing (2008). Roje menggunakan rasio profitabilitas (ROA, ROE, dan *Profit Margin*), rasio hutang (*Leverage*, *Long Term Debt to Total Asset*, dan *Tangible Book Value to Total Asset*), dan rasio *Size/Volatility* (*Current Asset*, dan *Market Value*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio profitabilitas akan memberikan peringkat obligasi yang tinggi bagi perusahaan. Sedangkan untuk rasio hutang, semakin besar hutang dibandingkan aset menunjukkan semakin kecilnya keamanan yang akan mengarah ke masalah keuangan, sehingga semakin besar rasio hutang akan menurunkan *bond rating* perusahaan. Dari rasio *size/volatility* ditemukan bahwa perusahaan kecil mempunyai volatilitas *earning* yang lebih besar karena perusahaan kecil mempunyai *market power* yang lebih rendah dibanding perusahaan besar. Sedangkan penelitian Manurung, Silitonga, & Tobing (2008), menunjukkan bahwa *current ratio*, *total asset turnover*, *return on equity* dan *return on asset* berpengaruh signifikan terhadap *bond rating* tetapi *net profit margin*, *debt to equity ratio*, dan risiko sistematis tidak berpengaruh signifikan terhadap *bond rating*.

Penelitian ini mencoba untuk menguji kembali faktor-faktor yang mempengaruhi *bond rating* dilihat dari sisi laporan keuangan perusahaan. Secara spesifik penelitian ini akan menggunakan rasio-rasio keuangan seperti *coverage ratio* (*time interest earned ratio*), rasio *leverage* (*debt ratio*), rasio likuiditas (*current ratio*), *cashflow or debt coverage ratio* dan rasio profitabilitas (*return on asset* dan *operating profit margin*).

Bond Rating

Peringkat obligasi merupakan indikator ketepatanwaktuan pembayaran pokok dan bunga utang obligasi. Selain itu, peringkat obligasi mencerminkan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Dengan demikian, peringkat obligasi menunjukkan skala keamanan obligasi dalam membayar kewajiban pokok dan bunga secara tepat waktu. Semakin tinggi peringkat, semakin menunjukkan bahwa obligasi tersebut terhindar dari risiko *default* (Magreta & Nurmayanti, 2009).

Peringkat obligasi merupakan opini dari lembaga pemeringkat serta sumber informatif bagi pemodal atas risiko obligasi yang diperdagangkan (Berdasarkan Keputusan BAPEPAM dan Lembaga keuangan Kep-151/BL/2009). Informasi peringkat tersebut diharapkan dapat membantu investor dalam mengambil keputusan investasi. Dengan demikian investor dapat melakukan strategi apakah akan membeli obligasi atau tidak.

Beberapa *rating* obligasi yang dikeluarkan oleh lembaga *rating* antara lain (Manurung, Silitonga & Tobing, 2008):

- ☑ Standar & Poor's adalah: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, D
- ☑ Moody's : Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Baa1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C
- ☑ Fitch Ratings: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC, DDD, DD, D.

Sedangkan untuk Pefindo sebagai lembaga *rating* lokal yang banyak memberikan penilaian *rating* terhadap surat hutang berbagai perusahaan di Indonesia memiliki level *rating* sebagai berikut:

- ☑ AAA
Efek hutang dengan peringkat AAA merupakan efek utang dengan peringkat tertinggi dari Pefindo yang didukung oleh kemampuan obligor yang superior relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjang sesuai dengan yang diperjanjikan.
- ☑ AA
Efek hutang dengan peringkat AA memiliki kualitas kredit sedikit di bawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya.
- ☑ A
Efek hutang dengan peringkat A memiliki dukungan kemampuan obligor yang kuat dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan, namun cukup peka terhadap perubahan yang merugikan.
- ☑ BBB
Efek hutang dengan BBB didukung oleh kemampuan obligor yang memadai relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial, namun kemampuan tersebut dapat diperlemah oleh perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan.
- ☑ BB
Efek hutang dengan peringkat BB menunjukkan dukungan kemampuan obligor yang agak lemah relatif dibandingkan dengan entitas lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan, serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu.

- ☑ B
Efek hutang dengan peringkat B menunjukkan parameter perlindungan yang sangat lemah. Meskipun obligor masih memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya, namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansialnya.
- ☑ CCC
Efek hutang dengan peringkat CCC menunjukkan efek hutang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban finansialnya, serta hanya tergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.
- ☑ D
Efek hutang dengan peringkat D menandakan efek hutang yang macet. Perusahaan penerbit sudah berhenti berusaha.

Rasio-Rasio Keuangan

Lembaga *rating* yang mengeluarkan peringkat *rating* terhadap perusahaan yang mengeluarkan obligasi, biasanya mendasarkan penilaian *rating* tersebut berdasarkan analisis dari rasio-rasio keuangan yang dimilikinya. Beberapa rasio-rasio keuangan yang dievaluasi adalah *coverage ratio*, *leverage ratio*, *liquidity ratio*, *cashflow or debt coverage ratio*, dan *profitability ratio*.

Coverage Ratio

Rasio ini untuk mengukur pendapatan perusahaan terhadap *fixed cost* yang dimiliki. Biasanya dalam rasio ini digunakan *Times Interest Earned Ratio*, yaitu rasio yang akan mengukur kemampuan operasi perusahaan dalam memberikan proteksi terhadap kreditor jangka panjang, khususnya dalam membayar bunga. *Coverage ratio* yang rendah menunjukkan bahwa perusahaan sedang mengalami kesulitan arus kas. Chikolwa (2008) menyatakan bahwa *bond rating cenderung mempunyai sensitivitas yang tinggi terhadap coverage ratio perusahaan. Semakin tinggi rasio ini, semakin mampu suatu perusahaan dalam membayar bunga-bunga atas segala utang-utangnya, termasuk didalamnya obligasi yang diterbitkan.*

H1.

Time interest earned ratio berpengaruh positif terhadap *bond rating*

Leverage Ratio

Rasio ini digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Jika rasio ini cukup tinggi, maka hal tersebut menunjukkan tingginya penggunaan utang, sehingga hal ini dapat membuat perusahaan mengalami kesulitan keuangan, dan biasanya memiliki risiko kebangkrutan yang cukup besar. Rasio ini seringkali diukur dengan menggunakan *debt ratio* yaitu rasio yang dipergunakan untuk mengukur jumlah aktiva perusahaan yang di biyai oleh utang atau modal yang berasal dari kreditor. Semakin rendah rasio ini maka beban hutang perusahaan semakin rendah.

H2.

Debt ratio berpengaruh negatif terhadap *bond rating*

Liquidity Ratio

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya. Rasio yang biasanya digunakan untuk mengukur *liquidity ratio*, yaitu *Current Ratio*. *Current*

Ratio merupakan perbandingan antara total aktiva lancar dengan kewajiban lancar. Angka dari rasio ini sangat tergantung dari jenis dan sifat industrinya, sehingga dalam melakukan interpretasi terhadap likuiditas suatu perusahaan harus berhati-hati. Likuiditas suatu perusahaan yang tinggi belum tentu baik, jika ditinjau dari segi profitabilitas perusahaan tersebut. Sehingga terdapat *trade off* antara likuiditas dan profitabilitas. Carson & Scott (1997) serta Bouzoita & Young (1998) menemukan adanya hubungan antara likuiditas dengan peringkat obligasi. Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut.

H3.

Current ratio berpengaruh positif terhadap *bond rating*

Cashflow or Debt Coverage Ratio

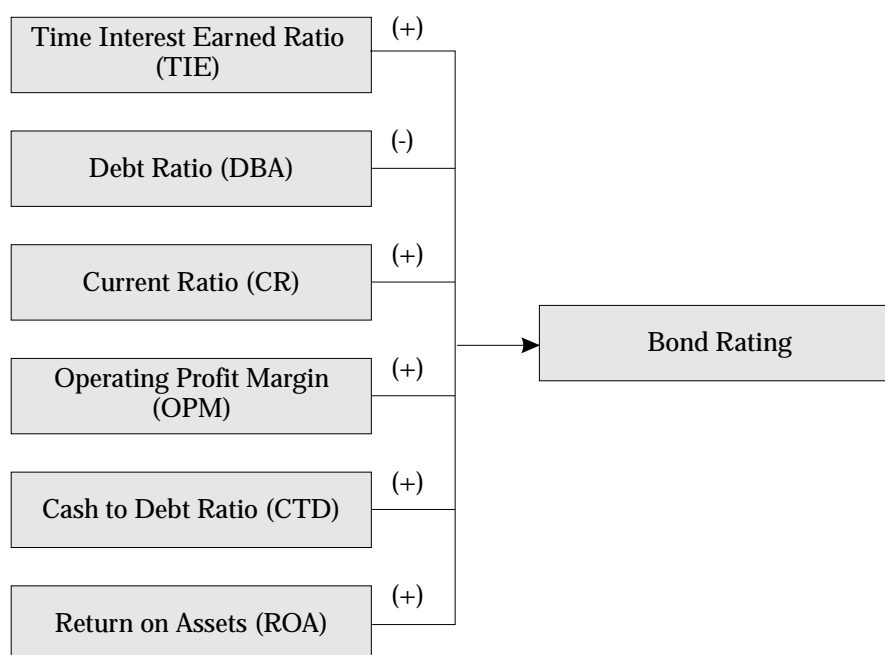
Merupakan salah satu rasio keuangan yang terinformasi dalam laporan keuangan yang pernah digunakan oleh Standard & Poor's (1994) untuk menentukan pemeringkatan obligasi. *Cash flow or debt coverage ratios*, seperti *free cash flows relative to total debt*, merupakan alat analisis hutang yang memperlihatkan indikasi kemampuan perusahaan saat ini untuk menutup hutang dan memenuhi kewajiban keuangannya. *Cash-flow-to-debt ratio* yang rendah merupakan gejala dari risiko yang lebih tinggi dan sinyal bagi prospek yang buruk. *Cash flow to total debt* yang tinggi akan menunjukkan kredit *rating* yang tinggi (Chikolwa, 2008). Rasio ini memperlihatkan perbandingan antara total aliran kas dengan seluruh hutang. Semakin tinggi rasio semakin baik kemampuan perusahaan membayar kewajiban totalnya.

H4.

Cashflow to debt ratio berpengaruh positif terhadap *bond rating*

Profitability Ratio

Rasio ini mengukur tingkat kinerja keuangan suatu perusahaan. Profitabilitas merupakan sinyal bagi kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi kewajiban obligasinya. Semakin tinggi rasio



Gambar 1. Model Penelitian

profitabilitas, maka semakin baik peringkat kredit perusahaan (Chikolwa, 2008). Biasanya rasio yang digunakan untuk mengukur rasio profitabilitas adalah *return on asset (ROA)* dan *operating profit margin (OPM)*. *Return on asset (ROA)* digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memanfaatkan aktiva untuk memperoleh laba. Rasio ini merupakan perbandingan antara laba dengan rata-rata aktiva yang dimiliki perusahaan. Sementara *operating profit margin (OPM)* merupakan rasio yang membandingkan antara tingkat laba operasi dengan volume penjualan perusahaan.

H5.

Return on asset berpengaruh positif terhadap *bond rating*

H6.

Operating profit margin berpengaruh positif terhadap *bond rating*

Metode penelitian

Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI selain bank dan lembaga keuangan tahun 2008 sampai dengan 2009. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*. Kriteria perusahaan yang terpilih sebagai sampel yaitu perusahaan yang menerbitkan obligasi dan mempunyai peringkat obligasi (*bond rating*) per Januari 2008 hingga Desember 2009. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 38 perusahaan yang terpilih sebagai sampel.

Pengukuran Variabel

Peringkat obligasi per 31 Desember 2008 dan 31 Desember 2009 merupakan variabel dependen dalam penelitian ini. Variabel ini dilihat berdasarkan peringkat yang dikeluarkan oleh Pefindo yang secara umum terbagi menjadi dua peringkat yaitu "*high investment grade*" (AAA, AA, A, BBB) dan "*low investment grade*" (BB, B, CCC, D). Variabel dependen ini merupakan variabel *dummy*, yaitu dengan memberikan nilai 1 untuk obligasi yang *high investment grade* dan 0 untuk obligasi yang *low investment grade*.

Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari:

Time interest earned ratio (TIE), yaitu rasio untuk mengukur seberapa besar keuntungan dapat berkurang (turun) tanpa mengakibatkan adanya kesulitan keuangan karena perusahaan tidak mampu membayar bunga. TIE diukur dengan rumus:

$$\text{Time interest earned ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Annual Interest Payment}}$$

Debt ratio (DBA), yaitu rasio yang dipergunakan untuk mengukur jumlah aktiva perusahaan yang dibiayai oleh utang atau modal yang berasal dari kreditur. Semakin rendah rasio ini maka beban hutang perusahaan semakin rendah.

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{total liabilities}}{\text{total Assets}}$$

Current ratio (CR), merupakan rasio yang menunjukkan likuiditas suatu perusahaan. Semakin tinggi *current ratio* suatu perusahaan berarti semakin kecil risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Sehingga, risiko yang akan ditanggung pemegang saham juga semakin kecil.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{aktiva lancar}}{\text{utang lancar}}$$

Cashflow to debt ratio (CTD), rasio ini memperlihatkan perbandingan antara total aliran kas dengan seluruh hutang. Semakin tinggi rasio semakin baik kemampuan perusahaan membayar kewajiban totalnya.

$$\text{Cash Flow to debt ratio} = \frac{\text{total Cash Flow}}{\text{total Debt}}$$

Return on assets (ROA) dapat dijadikan pilihan dalam menentukan *size* perusahaan, dengan tujuan untuk mengatasi variasi ukuran perusahaan yang tinggi. Semakin tinggi rasio ini maka semakin besar perusahaan tersebut dan semakin baik kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan.

$$\text{ROA} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Assets}}$$

Operating profit margin (OPM), yaitu rasio profitabilitas yang dipergunakan untuk mengukur tingkat laba operasi dibandingkan dengan volume penjualan. Semakin besar rasio ini maka semakin besar pula laba operasi yang diperoleh dari volume penjualan.

$$\text{Operating profit margin} = \frac{\text{Operating Profit}}{\text{Sales}} \times 100$$

Analisis Data

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan Regresi Linear Berganda (*Multiple Linear regression*) untuk menguji pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen. Model yang digunakan merupakan modifikasi model dengan variabel independen yang diadopsi dari pemeringkatan Standard & Poor's. Model yang diuji adalah sebagai berikut:

$$\text{BR} = \alpha + \beta_1 \text{TIE} + \beta_2 \text{DBA} + \beta_3 \text{CR} + \beta_4 \text{CTD} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_6 \text{OPM} + e$$

Dalam hal ini,

BR= peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh Pefindo, yang berupa variabel dummy yaitu 1 untuk *high investment grade*, dan 0 untuk *low investment grade*

TIE= *time interest earned ratio*

DBA= *Debt Ratio*

CR= *Current Ratio*

CTD= *Cash to Debt Ratio*

ROA= *Return on Assets*

OPM= *Operating Profit Margin*

Hipotesis didukung apabila nilai koefisien TIE yaitu β_1 menunjukkan hasil yang positif signifikan, nilai koefisien DBA yaitu β_2 menunjukkan hasil yang negatif signifikan, nilai koefisien CR yaitu β_3 menunjukkan hasil yang positif signifikan, nilai koefisien CTD yaitu β_4 menunjukkan hasil yang positif signifikan, nilai koefisien ROA yaitu β_5 menunjukkan hasil yang positif signifikan, dan nilai koefisien OPM yaitu β_6 menunjukkan hasil yang positif signifikan yang berarti bahwa *Time Interest Earned Ratio, Debt Ratio, Current Ratio, Cash to Debt Ratio, Return on Assets, dan Operating Profit Margin*, berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi perusahaan.

Dalam analisis ini ada beberapa asumsi klasik yang perlu diperhatikan sebelum dilakukan analisis regresi. Beberapa diantaranya adalah asumsi normalitas, non-multikolinearitas, non-autokorelasi, dan homokedastisitas. Jika asumsi-asumsi tersebut dipenuhi, estimator yang diperoleh memenuhi sifat *best linear unbiased estimation* (BLUE). Sehingga model regresi dapat dilanjutkan.

Hasil

Hasil pengujian pengaruh *Time Interest Earned Ratio (TIE)*, *Debt Ratio (DBA)*, *Current Ratio (CR)*, *Cash to Debt Ratio (CTD)*, *Return On Asset (ROA)* dan *Operating Profit Margin (OPM)*, terhadap *bond rating (BR)* perusahaan diikhtisarkan dalam Tabel 1.

Persamaan regresi yang diperoleh sebagai berikut:

$$BR = 1.078 - 0,013TIE + 0,580 DBA + 0,099CR + 0,080 CTD - 0,001ROA + 0,116 OPM$$

Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai F sebesar 11,168 dengan signifikansi sebesar 0,000 yang berarti bahwa *time interest earned ratio (TIE)*, *debt ratio (DBA)*, *current ratio (CUR)*, *cash to debt ratio (CTD)*, *return on asset (ROA)* dan *operating profit margin (OPM)* secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *Bond Rating*. Hasil tersebut menunjukkan adanya kontribusi

Tabel 1. Ikhtisar Hasil Uji Pengaruh *Time Interest Earned Ratio (TIE)*, *Debt Ratio (DBA)*, *Current Ratio (CR)*, *Cash to Debt Ratio (CTD)*, *Return On Asset (ROA)*, dan *Operating Profit Margin (OPM)*, terhadap *bond rating (BR)*

	Koefisien	t	Collinearity Statistics	
			Tolerance	VIF
Konstanta	1,078			
TIE	-0,013	-1,498	0,929	1.076
DBA	0,580	4,251**	0.717	1.395
CR	0,099	1,554	0.660	1.515
CTD	0,080	3,219**	0,611	1.638
ROA	-0,001	-0,062	0,976	1.025
OPM	0,116	3,243**	0.696	1.437
Adjusted R ²		0,466		
F statistik		11,168**		
Durbin Watson		2,323		

Variabel dependen: *Bond Rating*

Keterangan: ** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$

informasi laporan keuangan yang kuat dalam pemeringkatan obligasi di Indonesia.

Hasil pengujian pengaruh *coverage ratio* terhadap *bond rating* menunjukkan bahwa koefisien *time interest earned ratio (TIE)*, 1, menunjukkan pengaruh negatif terhadap *bond rating*, namun secara statistik tampak bahwa TIE tidak berpengaruh signifikan terhadap *Bond rating yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas $t = 0,139$* . Hasil pengujian rasio *leverage* terhadap *bond rating* menunjukkan bahwa koefisien *debt ratio (DBA)*, 2, menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap *bond rating dimana probabilitas $t = 0,000$* . Hasil pengujian rasio likuiditas terhadap *bond rating* menunjukkan bahwa koefisien *current ratio (CR)*, 3, menunjukkan pengaruh positif terhadap *bond rating* namun secara statistik tampak bahwa CR tidak berpengaruh signifikan terhadap *bond rating yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas $t = 0,125$* . Hasil pengujian *cashflow to debt ratio* menunjukkan bahwa koefisien *cash flow to debt ratio (CTD)*, 4, menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap *bond rating yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas $t = 0,002$* . Hasil pengujian pengaruh rasio profitabilitas terhadap *bond rating* dengan menggunakan *return on asset (ROA)* dan *operating profit margin (OPM)* menunjukkan bahwa koefisien *return on asset*, 5, menunjukkan pengaruh yang negatif dan tidak signifikan, dengan *probabilitas $t = 0,951$* ; sedangkan *operating profit margin (OPM)*, 6, menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap *bond rating dengan probabilitas t hitung $= 0,00$* .

Pembahasan

TIE berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *Bond rating* Chikolwa (2008) menyatakan bahwa kredit rating sangat sensitif terhadap *coverage ratio* perusahaan, karena rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan membayar bunga atas semua hutangnya termasuk obligasi. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba akan memberikan proteksi bagi kreditur jangka panjang, khususnya dalam membayar bunga (Manurung *et al.*, 2008). Apabila perusahaan tidak memenuhi kewajiban dalam pembayaran bunga kepada kreditur, karena perusahaan cenderung mengalokasikan penggunaan laba untuk investasi, maka hal ini akan menurunkan kepercayaan kreditur terhadap perusahaan. Dan turunnya kepercayaan kreditur ini akan memberikan efek negatif terhadap kredit rating perusahaan.

Rasio *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *bond rating* Menurut Maung & Mehrotra (2010), perusahaan akan memiliki hutang yang besar apabila *internal financing* tidak mencukupi kebutuhan arus kas, dan sebaliknya. Semakin banyak investasi perusahaan dan semakin sedikit arus kas yang dimiliki maka tingkat hutang perusahaan untuk memenuhi kebutuhan ini akan semakin besar. Semakin tinggi hutang perusahaan maka akan semakin berisiko perusahaan tersebut, sehingga perusahaan akan cenderung untuk mempunyai peringkat obligasi yang rendah. Namun demikian, kemampuan perusahaan untuk membayar hutang ini juga akan sangat mempengaruhi peringkat obligasi perusahaan. Bila kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya semakin baik maka akan memberikan kepercayaan kepada kreditur dan hal ini juga akan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi perusahaan.

Rasio likuiditas berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *bond rating* Menurut Pottier (1998), *Current Ratio* mencerminkan jaminan kemampuan untuk memenuhi kewajiban obligasi yang harus segera dipenuhi bila terjadi klaim. Perusahaan yang likuiditasnya terjamin akan memberikan sinyal kemampuan pembayaran klaim kepada pasar melalui proses *rating* dengan maksud untuk mempromosikan reputasi manajemen mereka. Sehingga likuiditas merupakan faktor penting bagi keputusan perusahaan untuk mencapai suatu peringkat kredit.

Cash flow to debt ratio (CTD) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *bond rating*. Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa perusahaan dengan variabilitas *cash flow* yang tinggi cenderung memiliki tingkat hutang yang rendah. Hal ini disebabkan karena *cash flow* perusahaan mampu mencukupi kebutuhan perusahaan. Sehingga perusahaan tidak membutuhkan hutang yang besar untuk pembiayaan investasi mereka. Perusahaan yang memiliki *cash flow to debt ratio* yang tinggi juga mengindikasikan kemampuan perusahaan yang tinggi dalam memenuhi kewajiban finansial mereka, termasuk obligasi. Semakin kecil hutang perusahaan maka akan semakin kecil risiko yang dihadapi perusahaan, dan hal ini akan meningkatkan kepercayaan kreditur dan memberikan pengaruh yang baik terhadap peringkat obligasi perusahaan.

Rasio profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *bond rating*. Rajan & Zingales (1995) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang rendah akan memiliki laba ditahan yang sedikit, sehingga perusahaan ini perlu untuk menerbitkan hutang obligasi yang besar, dan sebaliknya. Namun demikian, *agency-based theory* menyatakan bahwa semakin menguntungkan suatu perusahaan maka akan semakin besar hutang perusahaan untuk mencegah manajer melakukan investasi dalam *free cash flow*. Hal ini menunjukkan bahwa dalam keadaan profit perusahaan tinggi maupun rendah, terdapat alasan bagi perusahaan untuk menerbitkan hutang obligasi. Semakin besar kemampuan perusahaan menghasilkan profit, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban obligasinya. Adam, Burton, & Hardwick (2000) menyatakan bahwa profitabilitas juga menyediakan pandangan terhadap kemampuan manajemen untuk mengontrol biaya secara efektif dan menyediakan tingkat premium yang kompetitif. Sehingga perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang terjamin diharapkan akan mempunyai *rating* yang baik.

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali pengaruh rasio-rasio keuangan terhadap peringkat obligasi (*bond rating*) perusahaan. Hasil pengujian yang dilakukan menunjukkan bahwa Debt Ratio, Cashflow to Debt Ratio, dan Operating Profit Margin berpengaruh signifikan terhadap *bond rating*. Sedangkan Time Interest Earned Ratio, Current Ratio dan Return on assets tidak berpengaruh signifikan terhadap *Bond Rating*. Hal ini menunjukkan bahwa informasi laporan keuangan, khususnya leverage ratio, Cashflow to debt Ratio, dan Profitability Ratio mempunyai kontribusi yang kuat dalam pemeringkatan obligasi di Indonesia. Pemeringkatan obligasi ini merepresentasikan informasi laporan keuangan yang berhubungan dengan kemampuan pemenuhan kewajiban dan kemungkinan risiko default bagi perusahaan penerbit obligasi (Lindrianasari & Wahyono, 2006). Dengan mengamati peringkat obligasi (*bond rating*) yang dikeluarkan lembaga pemeringkat obligasi, investor dapat lebih efisien dalam hal pemilihan portofolio mereka.

Penelitian ini memberikan bukti empiris mengenai pengaruh rasio-rasio keuangan terhadap *bond rating* perusahaan. Namun karena keterbatasan, penelitian ini hanya mengambil waktu pengamatan dua tahun, dan hanya menggunakan variabel yang terbatas dalam mengukur suatu rasio. Diharapkan pada penelitian mendatang dapat menggunakan ukuran dan rasio yang berbeda seperti Size, Long-term Debt Leverage; Risiko Bisnis, Capital adequacy ratio, growth, organizational form, dsb dan juga dimungkinkan untuk mempertimbangkan karakteristik industri seperti competitiveness, hambatan masuk (*barriers to entry*), regulasi, sehingga dapat melihat dampak yang berbeda terhadap pemeringkatan obligasi.

Penulis

Shinta Heru Satoto, SE, M.Si adalah tenaga pengajar Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, UPN "Veteran" Yogyakarta.

Referensi

- Adams, M., Burton, B., & Hardwick, P. *The Determinants of Credit Ratings in the United Kingdom Insurance Industry*. Unpublished working paper, European Business Management School, 2000.
- Altman, E. I. (1989). Measuring Corporate Bond Mortality and Performance. *Journal of Finance* 44: 909–922.
- Blume, M., Lim, F., & MacKinlay, C. (1998). The Declining Credit Quality of U.S. Corporate Debt: Myth or Reality? *Journal of Finance* 53: 1389 – 1413.
- Bouzouita, R. & Young, A. J. (1998). A Probit Analysis of Best Ratings. *The Journal of Insurance Issues*, Spring: 23-34.
- Cantor, R. & Packer, F. (1995). The Credit Rating Industry. *The Journal of Fixed Income* December: 10-34.
- Carson, J. M. & Scott, W. L. (1997). Life Insurers and the "Run on the Insurer" Exposure. *Journal of the American Society of CLU & ChFC*, March: 44-48.
- Chikolwa, B. *Determinants of Listed Property Trust Bond Ratings: Australian Evidence*. Unpublished working paper, School of Urban Development, Queensland University of Technology, Australia, 2008.
- Gray, S., Mirkovic, A. & Ragunathan, V. (2005). *The Determinants of Credit Ratings: Australian Evidence*. Unpublished working paper, University of Queensland.
- Kaplan, R. & Urwitz, G. (1979). Statistical Models on Bond Ratings: A Methodological Inquiry, *Journal of Business*, 52: 231-261.
- Kim, K. S. (2005). Predicting Bond Ratings Using Publicly Available Information. *Expert Systems with Applications*, 29 (1): 75-81.
- Kliger, D. & Sarig, O. (2000), The Information Value of Bond Ratings. *The Journal of Finance*, 55 (6): 2879-2902.
- Lindrianasari & Wahyono, (2006). Bond Rating dan Hubungannya dengan Laporan Keuangan, *Kompak*, (1): 69-84.
- Magreta & Nurmayanti, P. (2009). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Ditinjau dari Faktor Akutansi dan Non Akutansi. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11 (3): 143-154.
- Manurung, Silitonga, & Tobing, (2008). Hubungan Rasio-rasio Keuangan dengan Rating Obligasi, *Perbanas*
- Maung, M. & Mehrotra, V. *Do Credit Ratings Reflect Underlying Firm Characteristics? Evidence from the*

Utility Industry. Unpublished working paper, Department of Finance and Management Science, Edwards School of Business, University of Saskatchewan, December 2010.

Pottier, S. W. (1998). Life Insurer Financial Distress, Best's Ratings and Financial Ratios. *The Journal of Risk and Insurance* (June): 275-288.

Raharjo, S. (2003). *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.

Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50: 1421 – 1460.

Standard and Poor's (1994). Sovereign Rating Criteria. *Emerging Markets*, October: 124-127.